



困兽之豆 难逃桎梏

摘要

- 美元加息周期一再延后，伴随着原油复苏，大宗商品正上演“大地回春”之像，美豆走强绚烂上演，犹如烟花般美好，却并不具备持久性。3月 USDA 供需报告数据再度确认南美的丰产基调，巴西港口物流瓶颈对市场形成的利多，在巨大的产量压力面前也只是杯水车薪。技术上看，压制价格半年之多的 950 美分整数关口依旧是价格反弹的障碍。随着美国大豆播种在即，太平洋海温反映出偏拉尼娜的趋势给了多头希望的火花，天气的炒作即将成为新的关注点。
- 国内豆粕利空云集，基本上供需失衡僵局难以打破，生猪补栏速度缓慢根本无法撑起豆粕价格，“暖春”希望渺茫。另一方面二季度水产旺季备货启动有望推动菜粕需求“破冰”，但国内猛增的 DDGS 进口量却也不容小觑。二季度粕类突破口难觅，偏弱走势为大概率事件。
- 油脂在一季度的表现可圈可点，马棕油减产炒作如火如荼，加上春季的需求复苏使得价格如虎添翼。国内棕榈油需求增速明显，豆粕的不济更是加重了油厂挺油价的决心。菜籽油临储销售在新季菜籽上市前将持续，库存的消化对市场中长期而言是利大于弊。二季度粕强油弱格局有望继续。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

孙明磊

sunminglei@nawaa.com

助理研究员：

刘冰欣

0451-58896626

liubingxin@nawaa.com

第 1 章	供需两不振 粕类逆袭难	5
1.2.	美豆播种前天气难有引爆点	5
1.3.	生猪存栏恢复缓慢延长豆粕走弱周期	10
1.4.	菜粕二季度难有独立走势	16
1.5.	油厂态度影响油粕套利区间	17
1.6.	粕类操作思路	18
第 2 章	利多云集 棕榈有望成为“大赢家”	18
2.1.	原油走势趋向关键	18
2.2.	国内外价差缩窄对国内支撑减弱	20
2.3.	豆棕价差二季度难有走高	21
2.4.	菜籽成交向好中期支撑价格	23
2.5.	油脂操作策略	24
第 3 章	国产大豆直补价格决定未来走势	25
3.1.	走势回顾及供需分析	25
3.2.	直补力度决定农民种地积极性	25
	南华期货分支机构	26
	免责声明	27

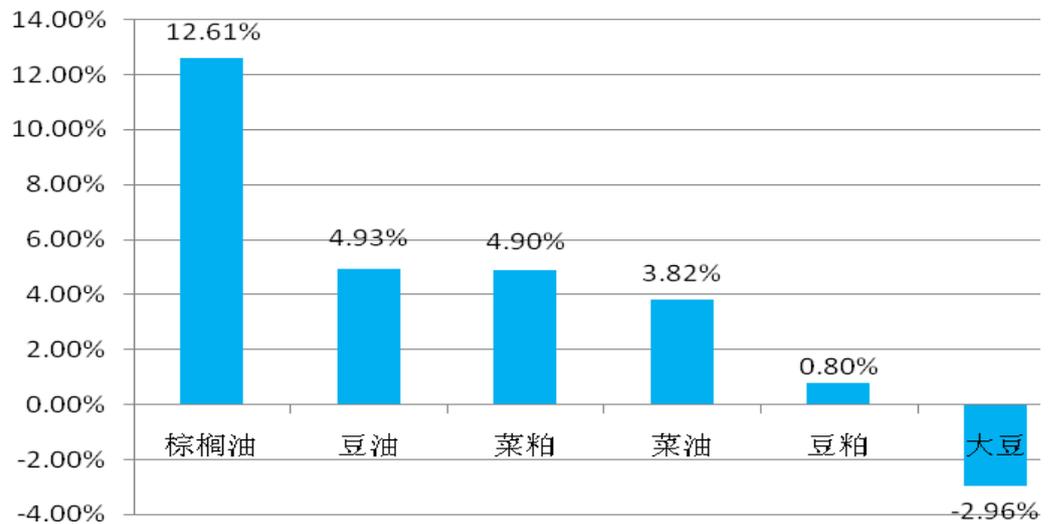
图表目录

图 1.2.1.: 美豆供需平衡表	单位: 百万吨	
.....		5
图 1.2.2: 巴西大豆供需平衡表	单位: 百万吨	
.....		6
图 1.2.2.1: 美豆出口净销售	单位: 万吨	7
图 1.2.2.2: 美豆出口检验量	单位: 万吨	7
图 1.2.2.3: 美豆基金持仓与期价对比	单位: 左美分/蒲式耳,	
右手		8
图 1.2.3.1: 海温异常指数		9
图 1.3.1.1: 豆粕月度涨跌均值		11
图 1.3.2.1: 大豆国内月度进口量	单位:	
万吨		11
图 1.3.2.2: 大豆库存分年度		12
图 1.3.2.3: 大豆周度压榨量及开机率		12
图 1.3.2.4: 生猪仔猪月度价格及养殖利润	单位 左: 元/千克 右: 元	
/头		13
图 1.3.2.5: 生猪存栏变化率		14
图 1.3.2.6: 生猪价格年度对比		14
图 1.4.1: DDGS 月度进口量	单位:	
吨		16
图 1.4.2: 菜粕与豆粕、棉粕、DDGS 现货价差	单位:	
元/吨		16
图 1.5.1: 大豆压榨利润	单位: 元/	
吨		17
图 1.5.2: 油粕比年度		17
图 2.2.1: 马来西亚棕榈油期末库存量	单位: 万	
吨		19
图 2.2.1: 国内棕榈油半月度进口量	单位:	
万吨		20
图 2.2.1: 棕榈油内外价差	单位: 元	
.....		20
图 2.3.1: 豆棕价差年度对比		21
图 2.3.2: 国内豆油商业库存	单位:	
吨		22
图 2.3.3: 豆油十年月度涨跌		22
图 2.4.1: 国内油菜籽月度进口	单位:	

万吨	23
图 2.4.2: 菜籽油抛储成交量价	24

第1章 供需两不振 粕类逆袭难

1.1.1. 油脂油料一季度涨跌龙虎榜



资料来源：WIND 南华研究

2016 年一季度油脂油料整体强弱次序排列为棕榈油>豆油>菜粕>菜籽油>豆粕>大豆，油强粕弱的格局很清晰。棕榈油的强势有目共睹，意气风发领涨油脂板块，豆油紧随其后，国产大豆因产区购销清淡难有回天之力，位居榜末。粕类苦于苦在美豆供应端的难有突破口，走势不咸不淡难有亮点。

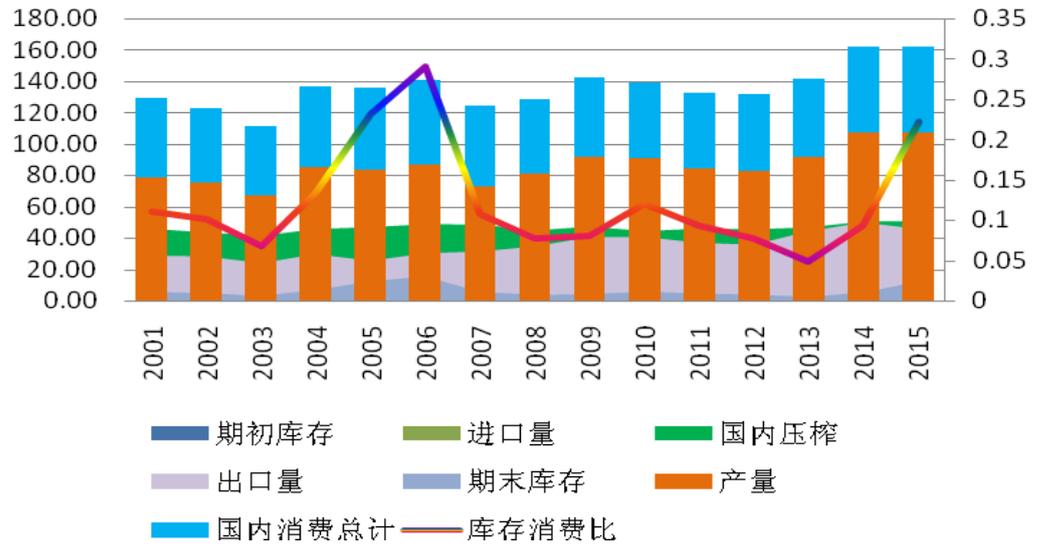
1.2. 美豆播种前天气难有引爆点

1.2.1. 南美罢工与物流问题对期价提振只是“沧海一粟”

美豆一季度走势乏善可陈，期价在 850~920 美分窄幅区间徘徊。1 月初因人民币贬值对美豆的支撑，且 1 月 USDA 供需报告中对美豆产量和库存的双调降吸引多头进场吸筹，但好景不长，之后出口的不济加上技术上反复测试 900 的未果终于使得期价回调。3 月初在原油的带动之下大宗商品普遍触底回暖，美豆也开启了上行模式，中旬一举击穿了 900 大关，二季度在南美大豆即将大量上市的此时，“千斤顶”压制价格反弹举步维艰。

图 1.2.1.: 美豆供需平衡表

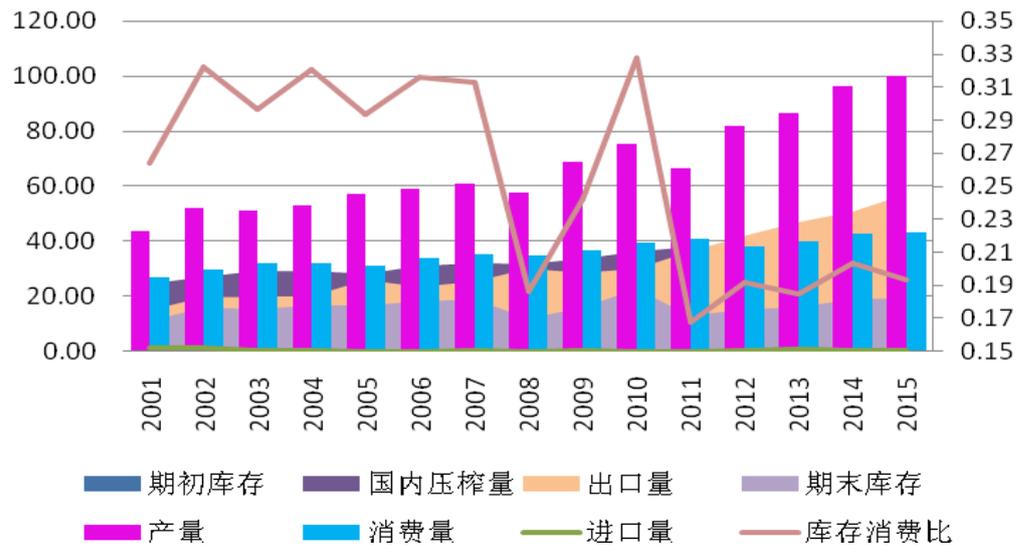
单位：百万吨



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.2: 巴西大豆供需平衡表

单位：百万吨



资料来源：WIND 南华研究

无论是厄尔尼诺还是拉尼娜，南美大豆关键生长期一季都没有出现多头预期的“极端天气”，这也使得一季度的 USDA 供需报告数据难有下调空间，在三月的报告中，美国 2015/16 年度大豆年末库存预估为 1251 万吨大豆，照比 2 月预估为 1223 万吨大豆增加了 28 万吨，虽然增幅不大，但要知道这样的库存量已经是美国大豆期末库存的第二高了，仅次于 2006 年的 1562 万吨，库存消费比也创下了 2007 年以来的新高 0.228。巴西和阿根廷的产量依旧维持二月份的 1 亿吨和 5850 万吨，其余数据均无变化。从巴西的库存消费比只有 0.19，库存压力并不大，主要因为出口量照比 2015/16 年度增加了 12.6% 至 5700 万吨，期末库存预计只增加了

1.5%至 1930 万吨。但不要忘了巴西产量增加的 3.9%和消费量增加的 0.2%依旧显示供需失衡。整体而言尽管市场在持续消化利空给价格带来的巨大压力，但供应端无利多刺激，叠加目前全球经济的低迷，美豆的前景委实不被市场看好。

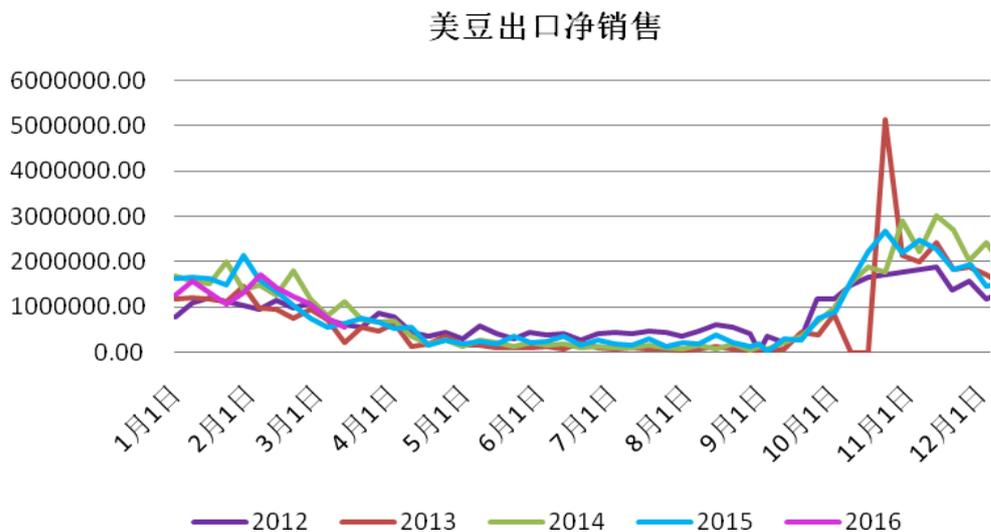
2 月 24 日阿根廷谷物工人协会的某领导人表示，今年预期将会避免罢工，并对即将与新政府展开的薪资谈判表示乐观。往年阿根廷的罢工是家常便饭，经常导致谷物出口枢纽——罗萨里奥港陷入瘫痪。这一说法看起来只是美好的愿望，3 月 15 日巴西最大的卡车司机工会（The National Transport Command），呼吁罢工，但目前尚无卡车司机及运输组织宣布参与此次罢工，但市场担心一旦出现罢工，会因此影响港口大豆出口，目前正逐渐进入巴西新季大豆出口高峰季节。

从往年价格来看，南美大豆上市季总是会伴随罢工以及洗船的上演，这样的话题炒作在短期之内会令市场引发货运延迟的担忧，对国内价格会有一些的支撑作用，但中期而言多价格利多作用并不持久，炒作过后大幅回落的概率依旧较大。

1.2.2. 美国出口需求难有突出表现

图 1.2.2.1: 美豆出口净销售

单位：万吨

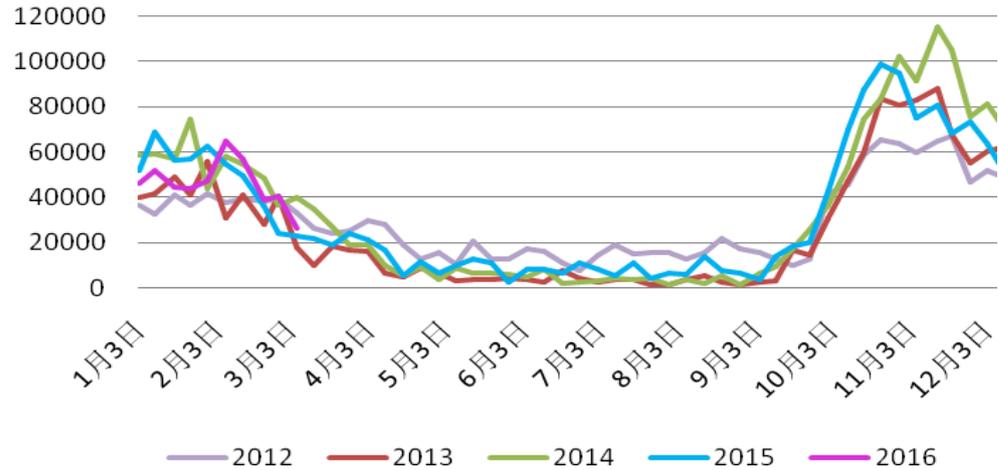


资料来源：WIND&南华研究

图 1.2.2.2: 美豆出口检验量

单位：万吨

美豆出口检验量

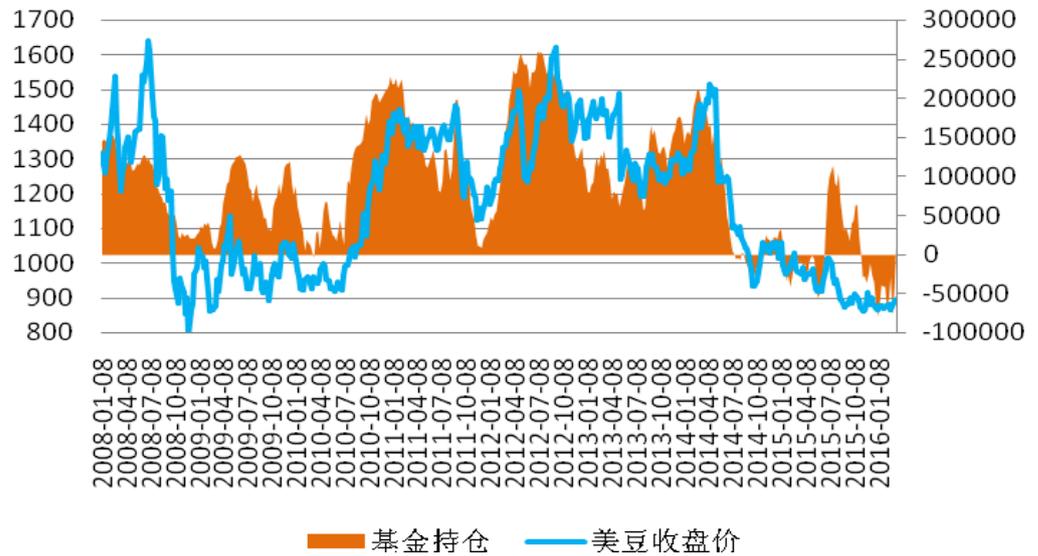


资料来源：WIND&南华研究

截至 3 月 17 日当周，美国 2015/16 年度大豆出口净销售共计 4039 万吨，同比 2014/15 年度的 4320 万吨减少 7%，截止 3 月 14 日当周，2015/16 年度美国大豆出口检验量为 14.9 万蒲式耳，同比较少 6.5%。截至 3 月 17 日当周，对中国（大陆地区）大豆出口净销售已经（已经装船和尚未装船的销售量）为 2653 万吨，低于上年同期的 2866 万吨，同比减少 7.4%。美豆 2015/16 季大豆的销售显然并不尽如人意，对于丰产带来的大库存量，出口需求呈现明显的萎缩，这样的数据显然并不能够支撑美豆的价格上行。后期随着南美大豆大量到港对美豆的冲击力预计不小，往年在新豆上市之前基本上会有存库紧张的炒作，但那都是在前期大豆出口速度过快导致，但 2015/16 年度出口数据明显差强人意，因此美豆除了以低价换取需求也无计可施。

图 1.2.2.3：美豆基金持仓与期价对比

单位：左美分/蒲式耳，右手

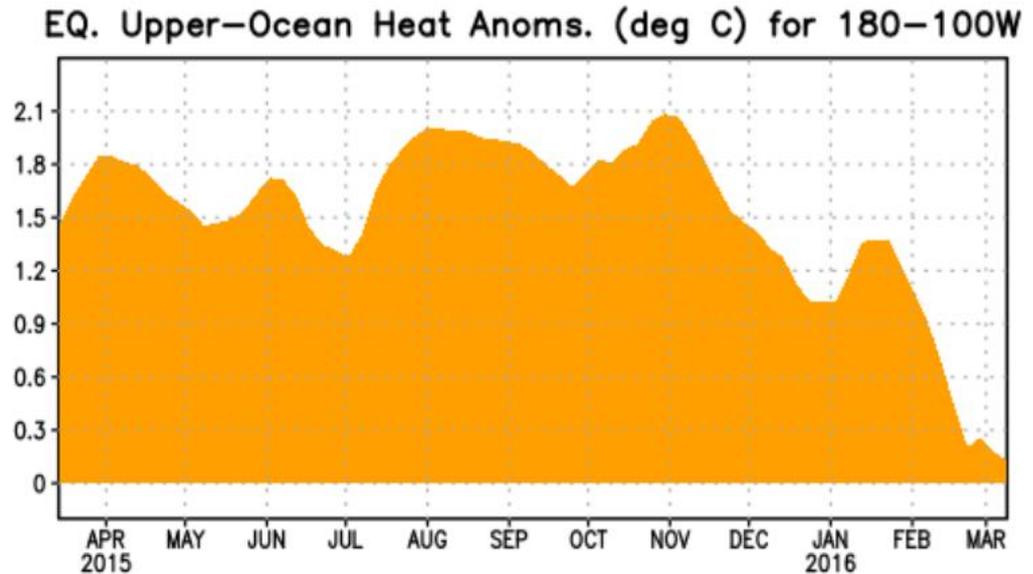


资料来源：WIND&南华研究

美豆在三月初之所以罔顾全球库存压力振荡走强，一方面是市场对旷日持久的供应过剩题材显现“疲劳感”，另一方面也与空头资金逐渐减仓有关。美豆 CFTC 非商业基金净持仓数从去年 11 月初开始由正转负，这样的布局也就意味着看空氛围开始弥散，一直持续到三月中旬。基金净多头持仓最低是在 3 月 1 日的-7.8 万手，当日恰巧也是一季度价格接近最低点 850 一线，之后基金持仓开始逆转增多，期价也触底回暖。整体来看，一季度多头增加了 62909 手，空头增加了-10835 手。接下来 3 月末的面积报告预期将成为焦点，若面积报告数据利好则 CBOT 大豆的上涨空间还能继续打开，如若不然空头必然大举杀回，大豆价格还将重新回落至 850 美分左右的水平。

1.2.3. 海温指数趋向拉尼娜

图 1.2.3.1: 海温异常指数



资料来源：NOAA 南华研究

市场炒作了近一年的厄尔尼诺天气终于快要落下帷幕了，尽管本次厄尔尼诺天气持续较长，海温异常指数与历史数值相比也偏高，但并未引发能提振美豆的涝灾，对于棕榈油的减产也是从近期才开始显现出来，因从历史数据来看，棕榈油在厄尔尼诺年份的影响一般都是从半年以后才会显现出来。

从 NOAA 海温监测数据来看，太平洋海平面的异常指数在 2016 年 1 月中旬达到 1.0~1.1°C 的高位后，开始显示迅速回落，到了 3 月初期明显已经在 0.1°C~0.2°C 附近了，若照此速度，3 月末有望降至 0°C 之下。自 2015 年 2 月以来，太平洋海温指数的在 0.5°C 之上已经持续了 1 年之久，从 NOAA 预测的数据来看，从 2016 年 4 月开始海温指数将开始趋于偏中性，6 月开始逐步转向偏拉尼娜迹象，也就是说，海温有望持续下降至 0°C 之下，而从历史数据来看，厄尔尼诺之后一般会跟随拉尼娜现象出现，若一旦出现北美将出现高温干旱，美豆届时有减产的危险。海温指数仍需随时关注。

（注：海平面异常温度持续在 0.5°C 之上达到 5 个月，即宣告厄尔尼诺现象形成，若在 -0.5°C 达到五个月之上则是拉尼娜现象形成。）

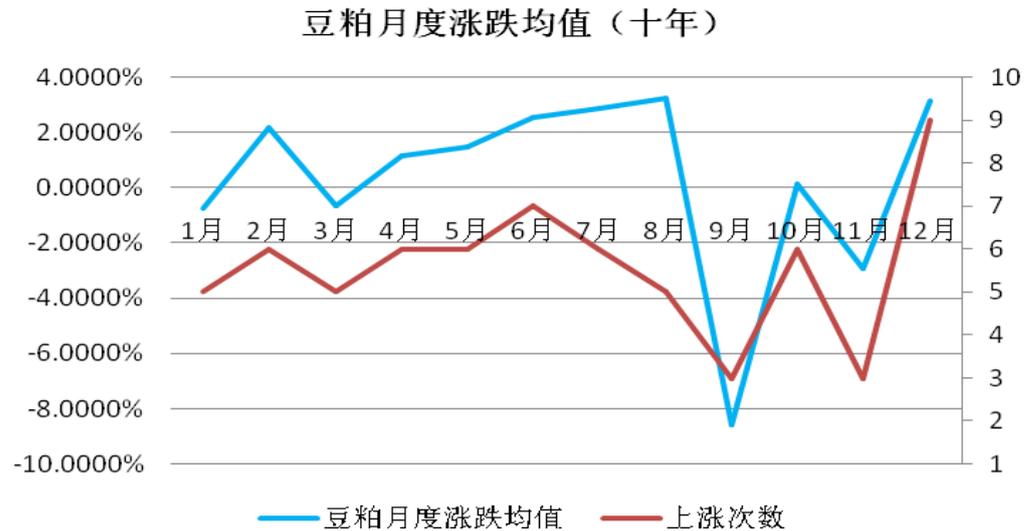
1.3. 生猪存栏恢复缓慢延长豆粕走弱周期

1.3.1. 一季度走势及月度涨跌均值

一季度豆粕走势让投资者们怅然若失，整体表现不佳源于需求淡季叠加原料下降的因素。1 月初人民币的大幅贬值夯实了豆粕底部，期价从月初的 2322 跃至下旬的 2473，之后美豆出口数据不济限制了国内涨幅。春节过后尽管油厂开机率恢复缓慢，但港口大豆库存高企压迫豆粕现货连番陷落。到了三月原油伴随原油回暖对大宗商品利多豆粕“沾光”走高，但基本面未有改变使得反弹并不具备持续性。

自从菜籽收储政策改为直补后，菜粕价格一落千丈，期价自身独立性也逐渐丧失，沦为豆粕的“配角”。1月国内进口 DDGS 巨量，对菜粕的挤压不言而喻，而水产备货对菜粕的推动力最快也要到四月份方能显现。二季度菜粕基本面有望好于豆粕，但中期来看价格依旧会受豆粕碾压。

图 1.3.1.1: 豆粕月度涨跌均值



豆粕涨跌幅度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
月度均值	-0.7682%	2.1722%	-0.6797%	1.1464%	1.4914%	2.5182%	2.8436%	3.2357%	-8.5612%	0.1114%	-2.9385%	3.1600%
上涨次数	5	6	5	6	6	7	6	5	3	6	3	9
下跌次数	5	4	5	4	4	3	4	5	7	4	7	1

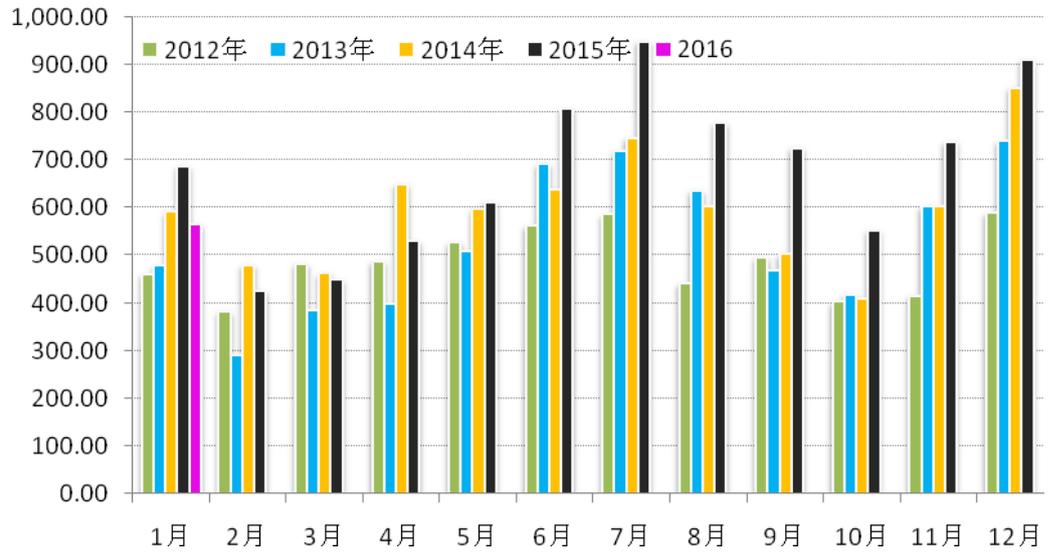
资料来源: WIND 南华研究

从历史走势来看，豆粕二季度走高的概率较大，因我国一季度是进口大豆每年到港量最少的季节，加上五月南美大豆大量收割上市前，国际大豆处于青黄不接之时，再加上罢工等炒作点，价格易涨难跌也就不难理解。在最近的十年中，6月共有七次是上涨的，涨幅为仅次于12月，8月和7月的2.52%，四月和五月的价格基本以震荡走高为主。

1.3.2. 当进口淡季遇上库存高企

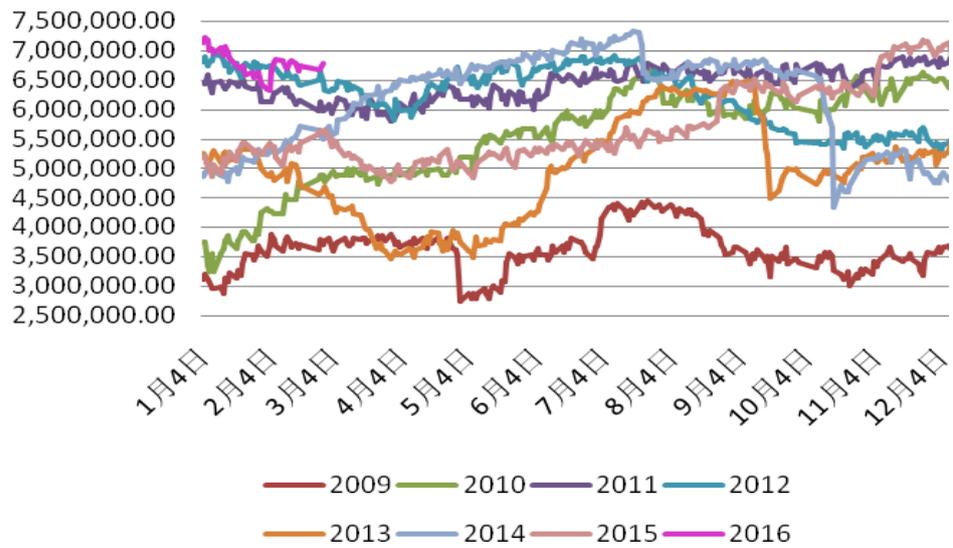
图 1.3.2.1: 大豆国内月度进口量

单位: 万吨



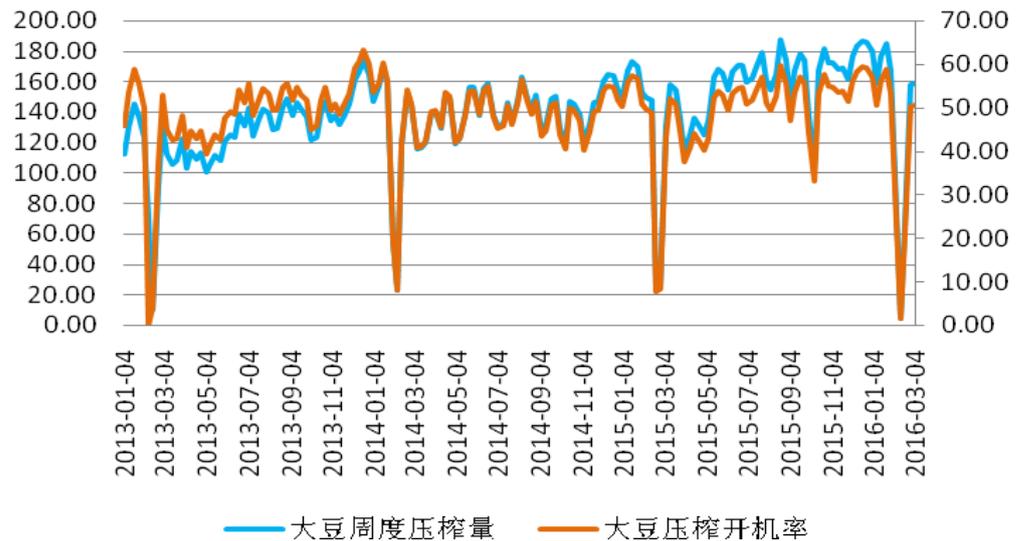
资料来源：WIND&南华研究

图 1.3.2.2：大豆库存分年度



资料来源：WIND 南华研究

图 1.3.2.3：大豆周度压榨量及开机率



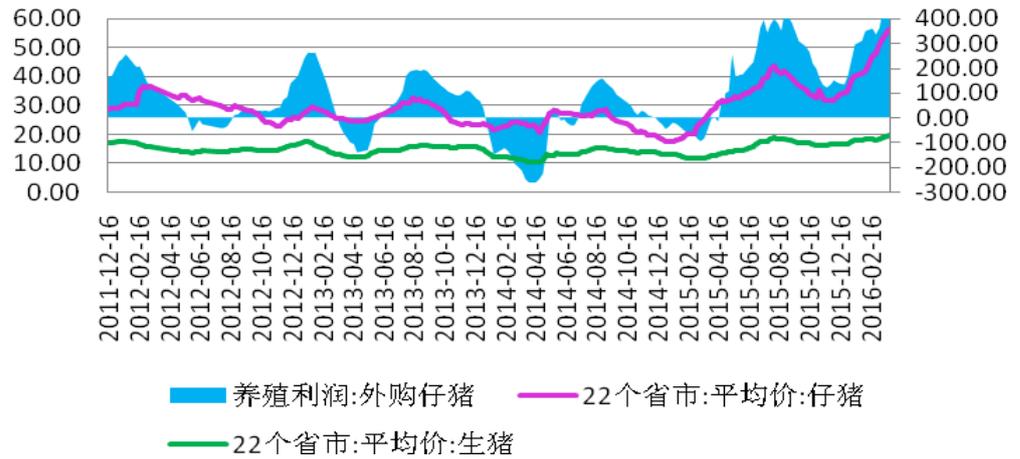
资料来源：WIND 南华研究

据中国海关总署发布的月度统计数据显示，2016 年 1 月份中国进口大豆 5,656,897 吨，比上年同期减少 17.73%。2016 年 1 月份中国从美国进口大豆 4,634,265 吨，同比减少 30.24%；从巴西进口 620,743 吨，同比增加 2116.94%；从阿根廷进口 187,794 吨，上年同期为零。2015 年 1 至 12 月份中国大豆进口量达到创纪录的 81,693,953 吨，比 2014 年提高 14.42%。

从历史进口量来看，一季度基本是全年进口的淡季，目前我国港口大豆库存却不见减少。截止 3 月 24 日，大豆库存为 681.2 万吨，照比一季度初期的 731 万吨减少了 6.8%，但同比增加了 34.3%，库存基本达到了近八年来的峰值。3 月 18 日全国压榨大豆量为 133.49 万吨，照比一季度初期减少了 28%，油厂开机率为 42.07%，较一季度初减少了 16.93 个百分点，国内豆粕库存照比一季度初却基本未变，仍在 75 万吨附近。由于油厂开机率的量与大豆港口库存成反比，一旦油厂开机逐渐恢复至正常，加上不断增加的到港量，豆粕现货的压力可想而知。

图 1.3.2.4：生猪仔猪月度价格及养殖利润

单位 左：元/千克 右：元/头



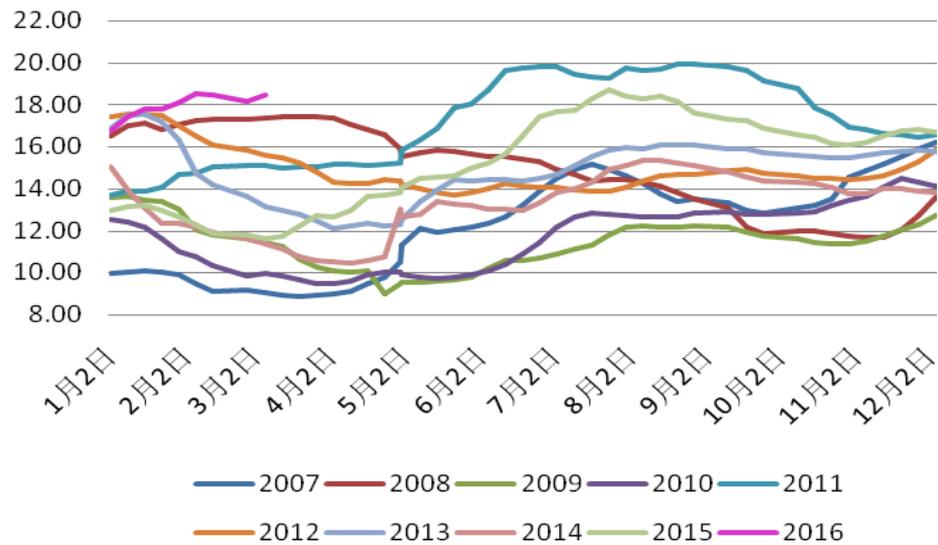
资料来源: WIND 南华研究

图 1.3.2.5: 生猪存栏变化率



资料来源: WIND 南华研究

图 1.3.2.6: 生猪价格年度对比



资料来源：WIND 南华研究

截止 2016 年 2 月份能繁母猪存栏跌至 3760 万头，较上月减少 23 万头，环比下降 0.6%，同比下降 8.5%；生猪存栏量 36671 万头，较上月减少 672 万头，环比下降 1.8%，同比下降 5.9%。截止 2016 年 3 月 25 日，仔猪价格照比一季度初上涨了 22.15 元/千克至 56.38 元/千克，涨幅达 65%；生猪价格上涨了 3.2 元/千克至 19.75 元/千克，涨幅达 19%。猪粮比价环比上涨了 2.34 个点至 10.39，外购仔猪养殖利润环比上涨了 435.9 元/千克至 568.8 元/千克，涨幅达到 328%。

仔猪价格高企，进入 3 月下旬以来较往年同期上涨 125%，一是冬季腹泻疫情使得仔猪供应继续下行，供应减少推高价格；二是猪价高位运行和供应下行，使得后期利好增加，养殖户普遍看好后市，需求增加推高价格。但由于仔猪涨幅过快，使得大部分中小养殖户们对大幅补栏望而却步，加上能繁母猪数据继续环比下滑且下滑幅度继续扩大，补栏动作的放慢对豆粕委实利好甚少。

从历史数据来看看，当猪肉价格开始上涨，且猪粮比处于相对低位，也就是猪粮比处于盈亏平衡点之下及略高于平衡点)时，豆粕价格往往会有较好的表现。因为猪粮比连续在低于 6:1 甚至更低水平运行时，国家将进行收储冻猪肉等措施对生猪市场予以支持，而当猪粮比超过 8.5:1 时，国家就有可能进行冻猪肉储备投放等措施进行相应调控。因此，在猪粮比偏低，并且猪肉价格开始上涨时，表明随着国家调控的支持，生猪存栏将会增加，豆粕饲料需求也将好转。反之，在猪肉价格上涨，但猪粮比偏高时，则意味着调控会压制猪肉价格，豆粕需求也会受到抑制。

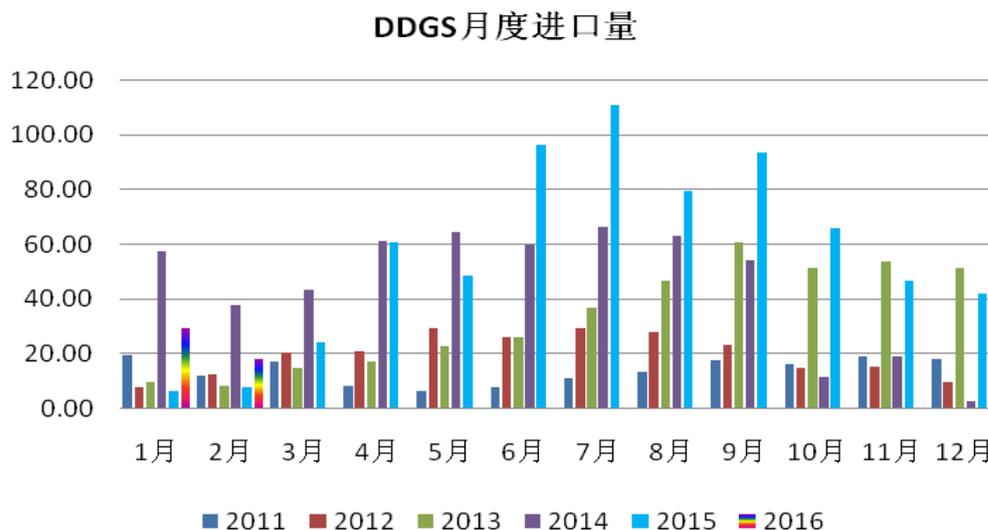
此时尽管猪粮比已经升到 2008 年 4 月以来的新高 10.06，却并非是市场需求过热导致的价格攀升，而是生猪存栏率过低的原因，因此此时国家无法若用抛储冻猪肉这一政策来调剂，一是会打压养殖户的补栏热情，存栏回升速度加速放缓，二是国家冻猪肉储备本就不多，收储抛储只是心理层面的刺激较大，对于市场并没有实质性的影响。目前生猪价格已经达到目前猪价已经接近顶峰，与历史最高峰的 2011 年相差不到 2%，当时生猪价格最高时是 19.8 元/千克，目前猪肉零售价格在 19.75 元/千克。由于整个经济增速放慢，实际需求难以快速上升，生猪猪价上涨是供给决定的，但猪肉价格仍与需求有关。一旦仔猪价格降温则养殖户的补栏动作有望加快，但对豆粕的利多影响影响最

快也要到下半年方能显现，二季度仍是过度的阶段。

1.4. 菜粕二季度难有独立走势

图 1.4.1: DDGS 月度进口量

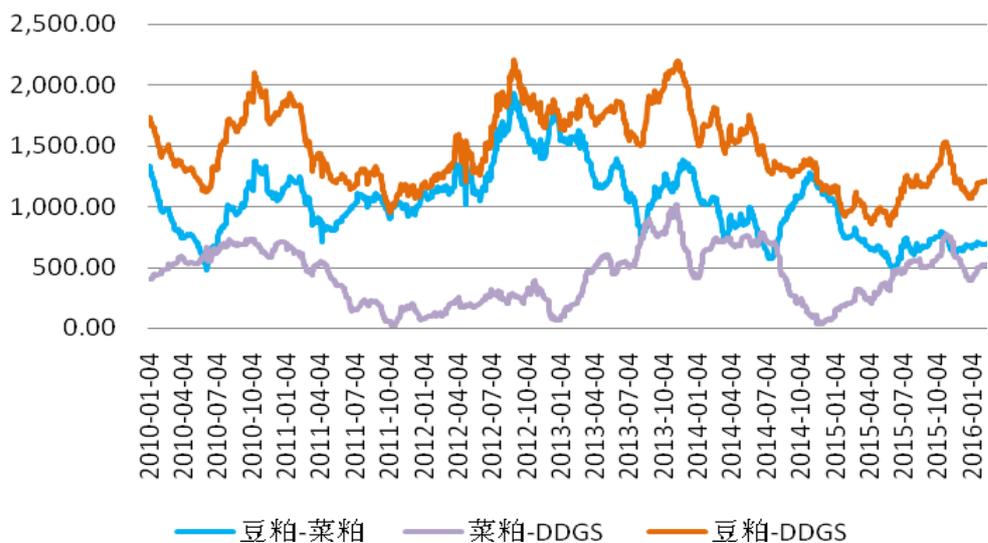
单位: 吨



资料来源: WIND&南华研究

图 1.4.2: 豆粕与菜粕、DDGS 现货价差

单位: 元/吨



资料来源: WIND&南华研究

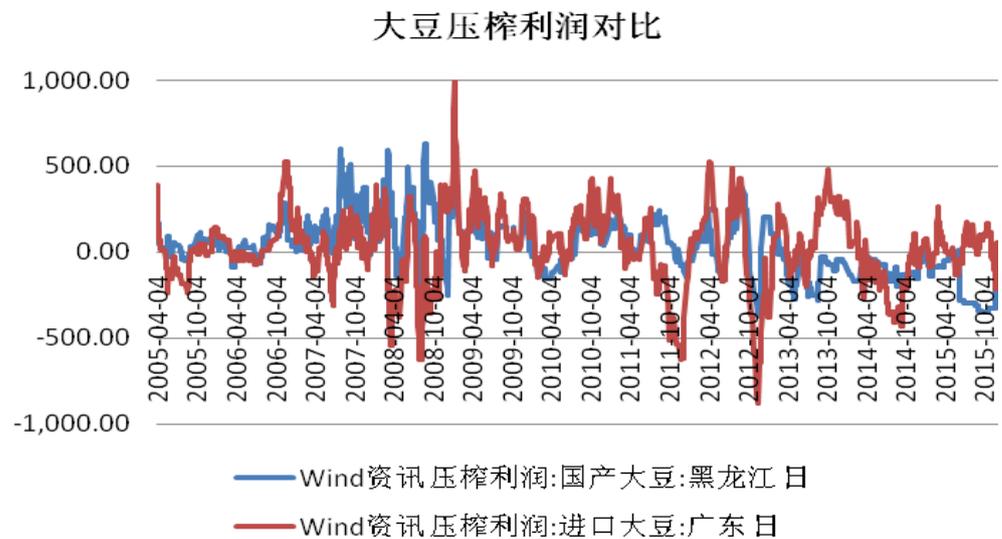
我国 DDGS 在 2016 年 1 月和 2 月进口量共为 47.15 万吨，是去年同期 14.78

万吨的 2.19 倍。我国 2015 年 1~12 月 DDGS 共进口了 682 万吨, 同比去年的 541.5 万吨增加了 26%, 尤其下半年的进口大幅攀升。由于进口的较多, 目前国内库存在 90 万吨附近, 同比 2015 年多出一倍的量, 过量的库存必然伴随价格的下滑。二季度水产备货高峰即将来临, DDGS 的价格优势将继续挤占菜粕的需求空间, 二者的现货价差目前在 500 元/吨附近, 照比 1 月初扩大了 120 元/吨左右, 可看出菜粕现货较 DDGS 抗跌, 水产备货需求仍在支撑现货, 但若二季度 DDGS 进口持续增加, 菜粕现货打开上行空间较难。

1.5. 油厂态度影响油粕套利区间

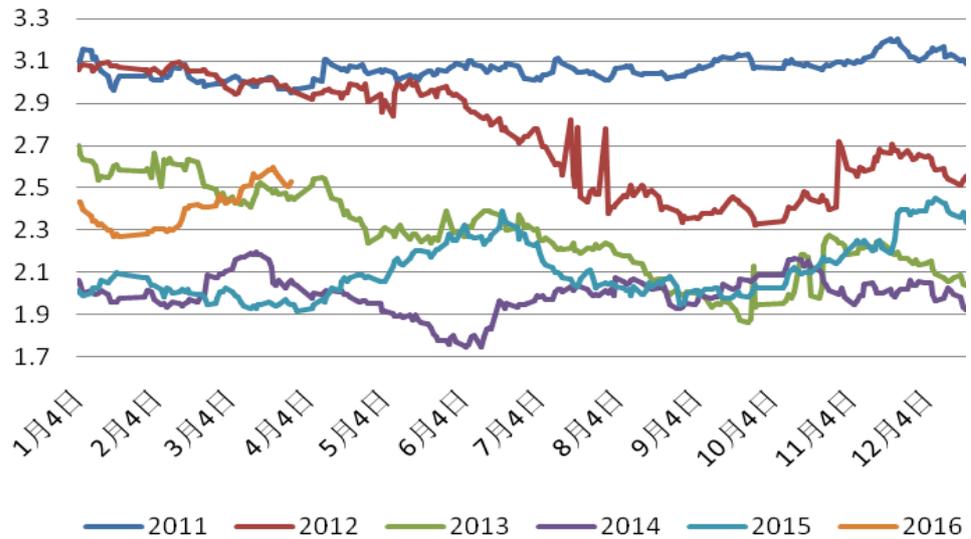
图 1.5.1: 大豆压榨利润

单位: 元/吨



资料来源: WIND&南华研究

图 1.5.2: 油粕比年度



资料来源：WIND&南华研究

以当前盘面的期价折算，美国大豆压榨利润基本在-21~21 元/吨的盈亏平衡点附近，巴西大豆压榨利润在 29~81 元/吨之间，阿根廷则在 100~150 元/吨之间，由此可见，油厂仍有利润，由于目前豆油库存紧蹙，油厂挺油心理较强。待到二季度随着南美大豆的逐渐到港，豆油供给将逐渐宽松。目前油粕比在 2.58 之间震荡，2.7 一线明显是强阻力位，五月之前有望行至 2.7，因此中期做多油粕比的套利可持有至五月份。

1.6. 粕类操作思路

二季度豆粕走势预计难有起色，预计价格的运行区间在 2300~2500 之间，建议投资者可在此区间高抛低吸操作为主。菜粕的水产备货季节将启动，在新季菜籽上市之前预计会对价格有一定的支撑作用，1900 之下空间有限，可逢低短多操作。

第2章 利多云集 棕榈有望成为“大赢家”

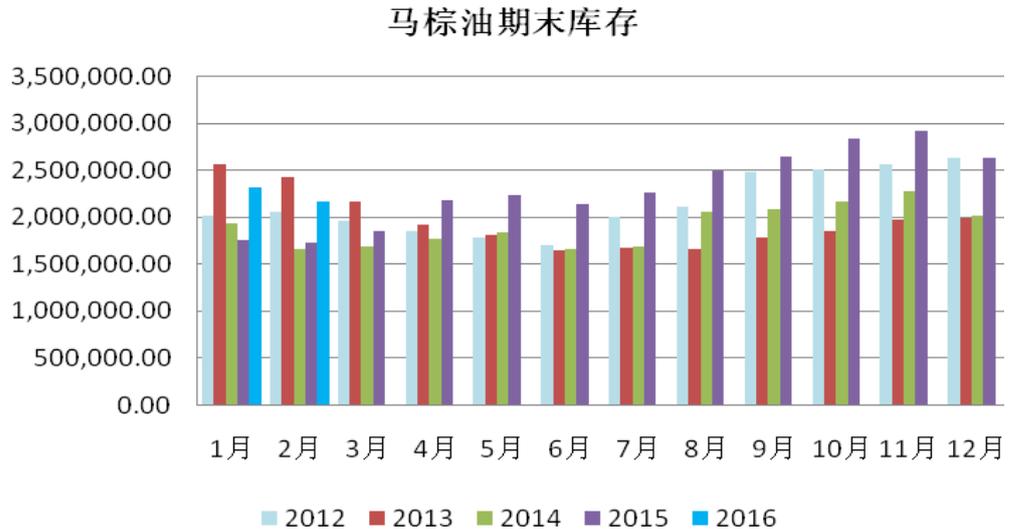
2.1. 原油走势趋向关键

原本 2015 年四季度油脂就蓄势待发，无奈原油持续走低，油脂只能韬光养晦，一季度以棕榈油为首的油脂板块终于不负众望，杀出了漂亮的“回马枪”，积蓄的能量一朝释放喷薄而出。原油在一月末的筑底反弹给美豆油注射了一支强心剂，马来西亚方面马币贬值速度放缓抑制了出口，但马来西亚棕榈油一二月份库存的环比下滑对马棕油价格支撑力强劲引发期价飙升。国内棕榈油需求回暖，在 1 月 22 日开始启动了涨势，直到 2 月 23 日的阶段高点 5087，短暂调整后继续上扬逼近 5500 整数大关，重整大旗领涨油脂板块。豆油炒作话题较少，节后因国内开机率恢复较

慢，加上受棕榈刺激价格一路上行，整个一季度涨幅达到 5% 有余。菜籽油自 2015 年 12 月 11 日的二度临储菜籽油抛售开始，供给的增多持续压制现货市场上行，本轮抛售有望在新季菜籽上市之时停止，中长期来看对整个油脂板块的去库存化起到了一定给的利好作用。

图 2.1.1：马来西亚棕榈油期末库存量

单位：万吨



资料来源：中国海关&南华研究

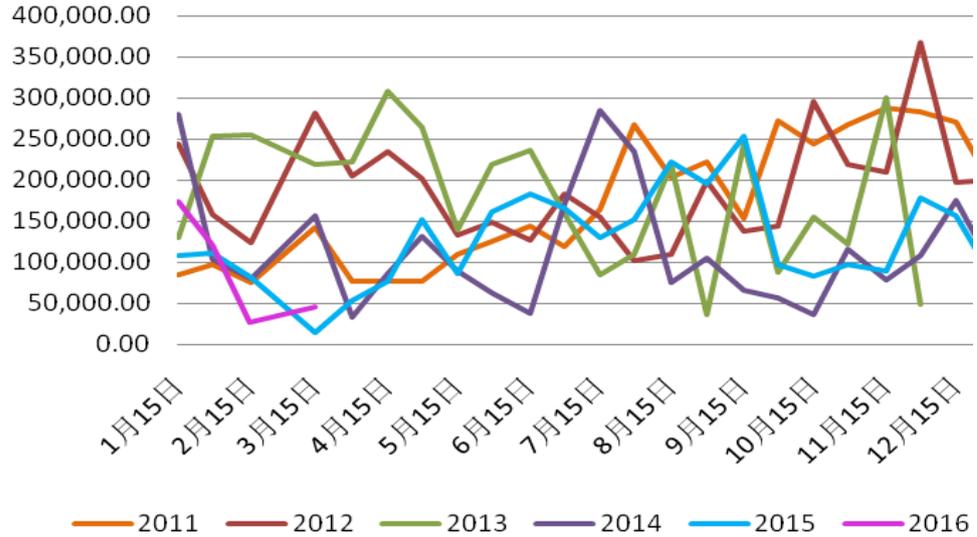
据马来西亚棕榈油局（MPOB）发布的月度数据显示，2016 年 1 月底马来西亚棕榈油库存为 231 万吨，比 2015 年 12 月底的库存 263 万吨减少 12.38%。1 月份的毛棕榈油库存为 130 万吨，比 12 月底的 159 万吨减少 18.28%。加工棕榈油的库存为 101 万吨，比 12 月底减少 3.35%。1 月份马来西亚毛棕榈油产量为 113 万吨，比 12 月份的 140 万吨减少 19.26%。2016 年马来西亚生物柴油以及棕榈油的出口也出现下滑。生物柴油的出口量为 61 吨，比 12 月份的 10,004 吨减少了 99.4%。1 月份棕榈油出口量为 128 万吨，比 12 月份的 148 万吨减少 13.82%。

厄尔尼诺导致棕榈油减产的炒作近来甚嚣尘上，纵览历史数据，厄尔尼诺对油棕果减产效应周期一般是在半年左右，而 2015 年太平还海温异常指数显示 0.5℃ 之上是从 2 月份开始初见端倪，到了 7 月份宣告形成（海水异常在 0.5℃ 之上达到五个月宣告成立），因此因此减产最快会在 2016 年的 1 月份会有显现。恰巧每年的 12 月到次年的二月本身就是棕榈油的减产期，从 2016 年 1 月开始马来西亚的棕榈油库存开始下滑，因此此时的库存减少实际上弱化了真实的减产情况。由于每年棕榈树的扩种基本可以弥补减产的量，因此还需关注后期棕榈油减产幅度对市场影响。

2.2. 国内外价差缩窄对国内支撑减弱

图 2.2.1: 国内棕榈油半月度进口量

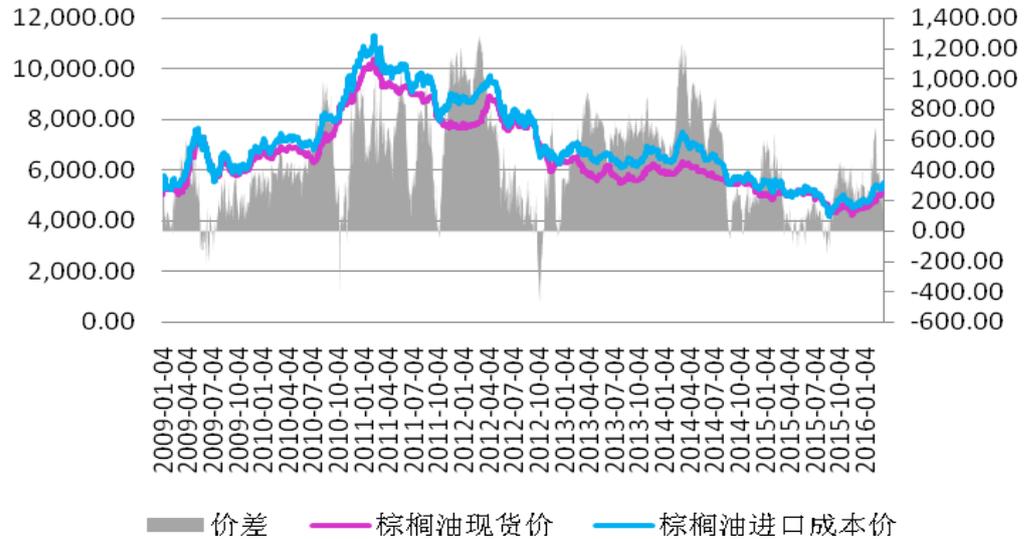
单位: 万吨



资料来源: 中国海关&南华研究

图 2.2.2: 棕榈油内外价差

单位: 元



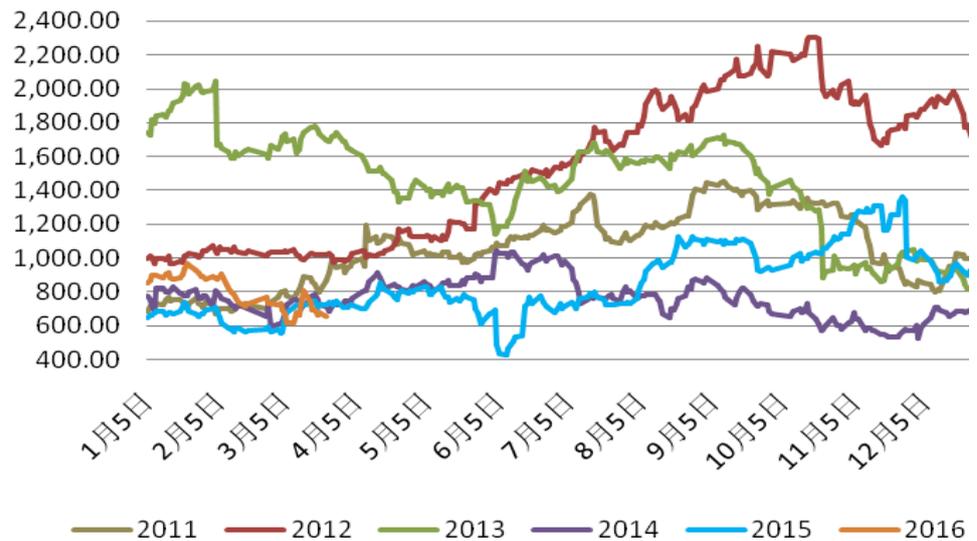
资料来源: 中国海关&南华研究

国内一二月份棕榈油进口量共进口为 36.7 万吨，照比 2015 年同期的 31.7 万吨减少了 15.8%，这当中除了棕榈油本身在一季度就是减产期外，二月份国内库存持续在百万吨之上抑制了买兴，加上林吉特一季度开始止跌回升，美元兑林吉特从 4.29 至 3 月下旬的 4.04，汇率方面的因素对马棕油的支撑明显减弱。一季度货币因素叠加减产炒作，马棕油进口成本增加了 817 元/吨至 5641 元/吨，国内现货价

格增加了 678.3 元/吨至 5211.7 元/吨,呈现外强内弱的局面,二者价差扩大了 138.7 元/吨至 429.3 元/吨。内外价差扩大从理论上说是国内市场急于去库存化,但一季度显然是因马棕油涨幅过快而国内消费增速未跟上所致,从另一角度来看也增加了国内现货价格的抗跌性,二季度开始市场棕榈油需求回暖,国内进口量增幅预计不少。

2.3. 豆棕价差二季度难有走高

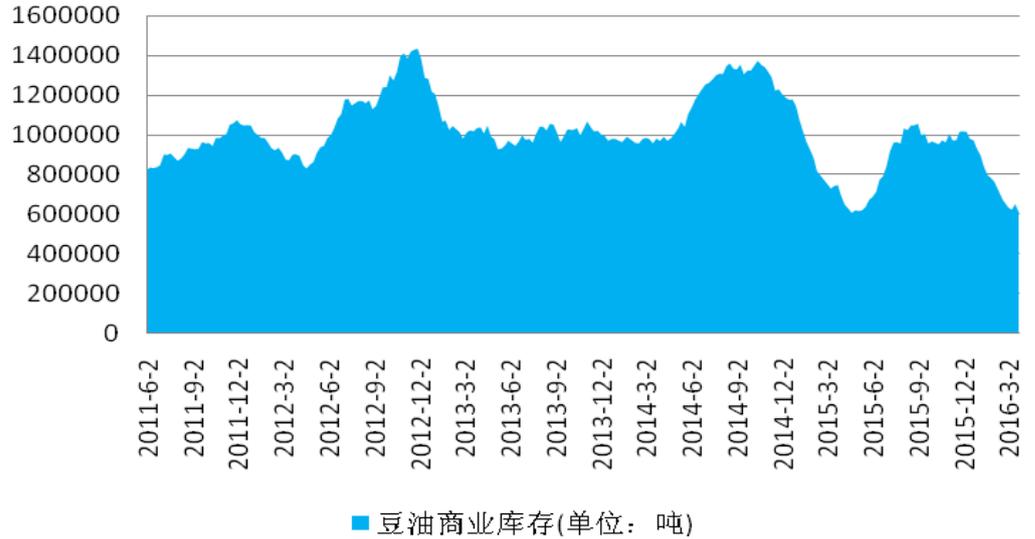
图 2.3.1: 豆棕价差年度对比



资料来源: 天下粮仓&南华研究

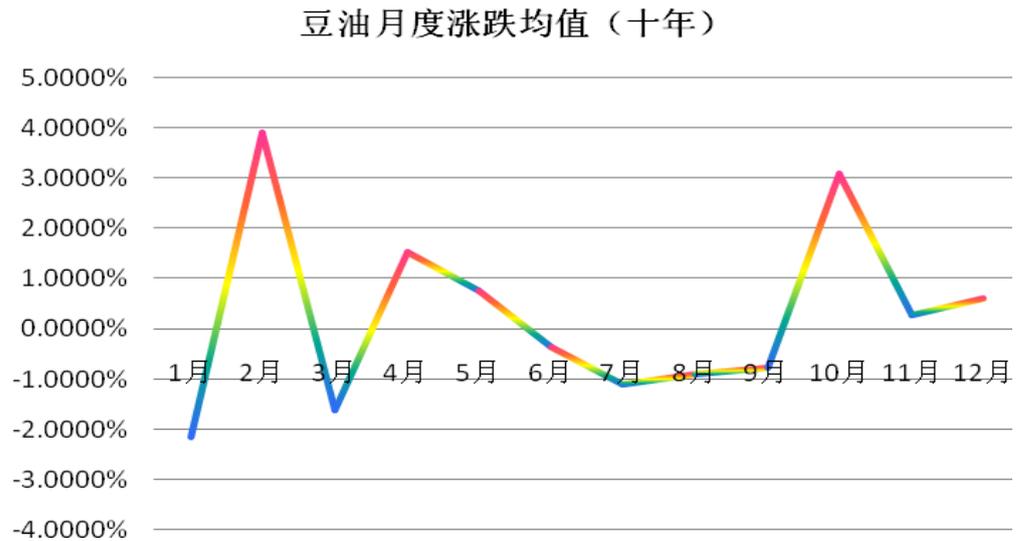
图 2.3.2: 国内豆油商业库存

单位: 吨



资料来源: 天下粮仓&南华研究

图 2.3.3: 豆油十年月度涨跌



资料来源: 天下粮仓&南华研究

对比豆棕 2010 年以来这六年来的价差可以清晰发现,除了 2012 年全年价差是节节走升(因那年美国大旱,美豆暴涨,豆油涨幅远大过棕榈油),几乎每年的二者价差在上半年呈现缓步上移,下半年转为走“下坡路”。

在每年 9、10 月份后,美豆成为全球大豆市场供给的主要力量,国内港口库存快速攀升,这对豆油无异形成了巨大的压力;而马来西亚棕榈油会在 11 月进入减产期,对应国内港口的库存会呈现出相对低位徘徊的态势。期货盘面明显提前在 10 月份反映出来,因此棕榈油的现货好于豆油就不言而喻。到了第二年上半年五

月南美大豆上市之前，二三月份南美大豆播种机借炒作天气，四月份收获季节炒作罢工，洗船的节点，此时豆油的基本面明显强于棕榈油，在这样的格局下，豆棕价差上半年豆油期价走势明显好于棕榈，价差节节高也就是顺理成章了。

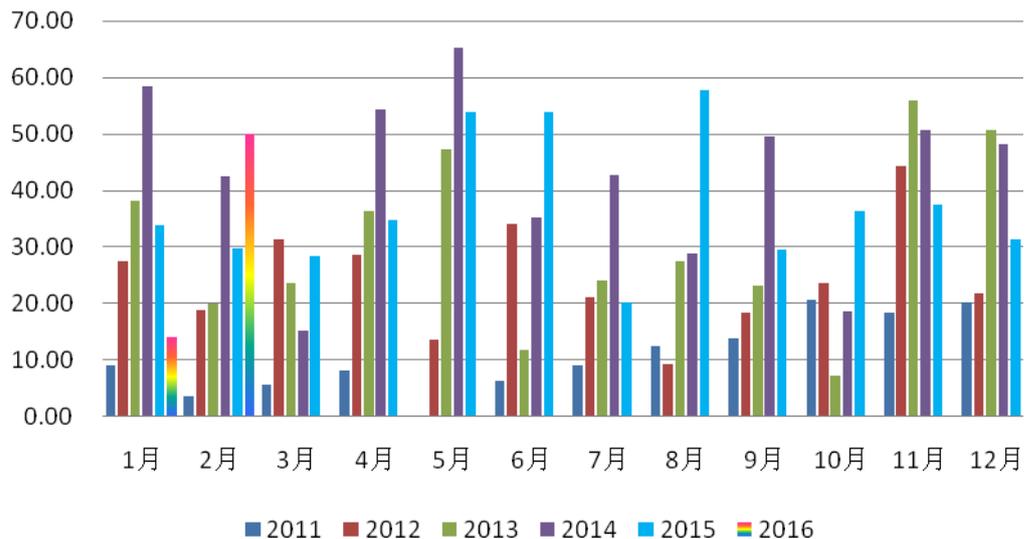
截止三月末，豆油库存在 65 万吨附近，照比一季度初的 93.2 万吨降低了 27.8%，简单地说，我国豆油消费量一年大约在 1200 万吨左右，进口量不到 100 万吨，基本可以忽略不计，现在的库存基本就是半个月消费量。

今年的情况略有不同，因棕榈油的强势豆油二季度走低的概率较大，豆粕胀库倒逼油厂不得不降低开机率，豆油的库存紧蹙支撑价格的不断走高，但这样的情况在南美大豆大量到港之后将出现改善，从历史豆油二季度涨跌幅度来看也是下跌概率大过上涨。一旦开机率恢复到正常水平，豆油供应趋向宽松，因此二季度豆棕价差预计继续维持低位，可继续买棕榈抛豆油套利操作。

2.4. 菜籽成交向好中期支撑价格

图 2.4.1：国内油菜籽月度进口

单位：万吨



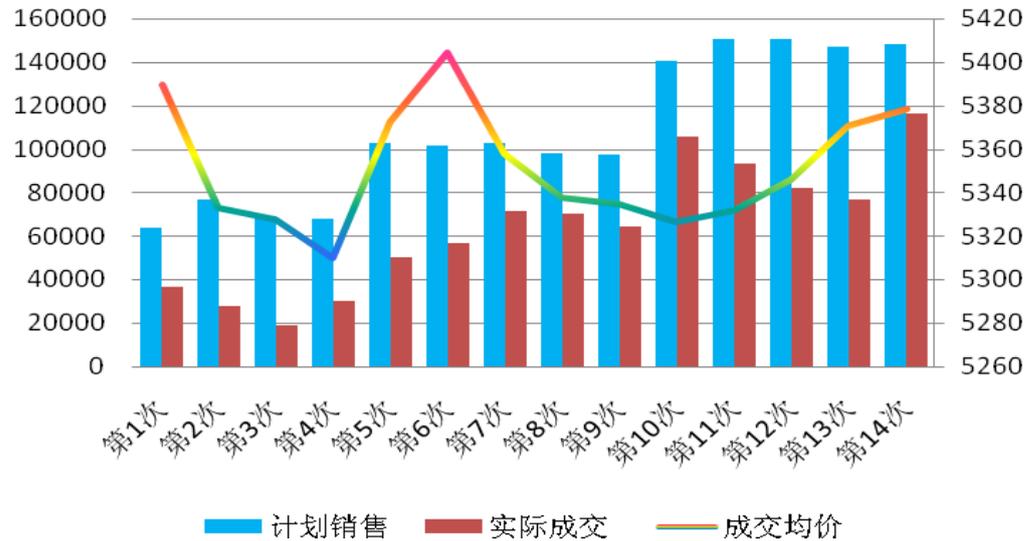
资料来源：WIND&南华研究

2016 年 3 月 11 日国政府计划从 4 月 1 日起对加拿大油菜籽船货实施严格的质检措施。中国质检总局上月通知加拿大食品质检总局，从 4 月 1 日起规定加拿大油菜籽船货中的杂质含量不能超过 1%。目前中方对杂质含量的许可范围在 2 到 2.5% 之间。

据中国海关总署发布的数据显示，我国 2016 年 1 月 2 月油菜籽进口 14 万吨和 50 万吨共 54 万吨，环比去年同期 53.48 万吨增加了 0.8%。尽管我国油菜籽进口质量标准提升，但因国内减产幅度较大，因此对进口依赖度难有减弱，加上今年菜籽的种植面积缩减，国内对进口菜籽的依赖度只会增加。国内菜籽一季度现货价基本未变在 3568 元/吨左右，进口价格下跌了 20 元/吨在 3350 元/吨附近，内外价

差缩小将继续刺激进口增加，加上水产备货即将到来，进口量预计有增无减。

图 2.4.2: 菜籽油抛储成交量价



资料来源：WIND&南华研究

自 2015 年年末至 3 月下旬临储菜籽油抛售一共 14 次，计划销售共 151.6 万吨，实际成交 90 万吨，平均成交量为 6.4 万吨，平均成交率为 57.15%，成交均价为 5352 元/吨。综合 14 次临储菜油成交情况来看，2016 年之后的成交量始终维持在 6 万吨以上，成交均价最高出现在 1 月 20 日的 5405 元/吨，成交量最高的为 3 月 23 日的 11.6 万吨。2009 年菜籽油酸值较高乏人问津，2011 年的较受青睐，出于后期还需精炼费用成本的考虑，成交均价始终在 5300~5400 元/吨震荡。

菜籽油 3 月以来成交持续走高原因有二：一是由于豆粕胀库使得油厂不得不降低开机率，豆油库存下滑较快，现货与菜籽油倒挂幅度一度达到平水，市场于是将视线转向了性价比更高的菜籽油。其二是目前国内油菜籽余粮稀少，进口缩量，菜籽油港口库存所剩寥寥，临储菜油迅速成了炙手可热的“香饽饽”。近期有权威机构去油菜籽产区调研得知，今年油菜籽保守估计减产 40%，那就意味着若进口减少，国内将供不应求。按照每周成交 7 万吨计算，在六月份新季菜籽上市前国储接收估计还可以消耗 70 万吨，加上之前的 90 万吨，国储去年年初 500 多万吨库存大约会减少三分之一至 300 多万吨，对于整个市场可谓是大大的利好。

2.5. 油脂操作策略

油脂拐点在一季度已现，二季度有望借着原油涨势再接再厉更上一层楼。从基本面上看，棕榈利多频现俨然再度成为油脂板块的“领头军”，做多首选棕榈油 1609 合约，菜油在消化库存后价格有望持坚，而豆油面临南美大豆大量到港的压力，与棕榈，菜籽油价差有望继续缩窄，二季度可择机买棕榈抛豆油操作。

第3章 国产大豆直补价格决定未来走势

3.1. 走势回顾及供需分析

国产大豆自 2015 年下半年就是酣畅淋漓的一路下滑，到了 2016 年一季度尽管跌势有所放缓，但整体价格向下走的趋势仍未有改变。2015/16 年度南方安徽等地产区大豆价格偏低，与黑龙江产区现货价格基本持平或略低，加上国际大豆价格不断下滑，拖累国产大豆无奈跟随。一月份因黑龙江产区需求寡淡，购销清淡，贸易商不敢大量囤货，只能随走随卖，产区维持在 1.8~1.9 元/斤的现货走势，期价从 3600 附近一路走低至二月中旬的 3430 附近，之后跟随大宗商品走高，豆一扳回部分劣势反弹至 3700 附近，但现货的低迷使得看空氛围弥散，期价再度下行至 3400 附近。失去了国储收购的保护壳，加上 2015 年大豆粮质本身不佳，虫口较多，严重削减了自身的竞争力。

3.2. 直补力度决定农民种地积极性

因 2014/15 年度为国家收储改直补的第一年，采集价格周期为价格偏高的时间节点，因此价格 2014/15 年度的补贴为 60.5 元/小亩。2015/16 年度大豆自上市以来就持续下滑，笔者认为今年的采集期无论是哪一阶段，直补都应该高于 2014/15 年度。市场有声音认为，若直补价格按照较高的 4 元/千克，单产按照 2 吨/公顷折算下来一公顷土地也会在 1600 元附近，因此若国家今年直补较多，黑龙江产区转种大豆概率很高。2016 年两会上政府也发声鼓励产区多种植大豆，若一旦补贴如人所愿，农民转种大豆概率较高。

国产大豆未来有两种出路，一是直补达到农民预期，2016 年转种大豆较多，远期来看仍是偏利空；反之若没有达到农民预期，大豆仍是种植面积将继续减少。总而言之政策补贴只是一方面，若要调动农民的积极性自然会爱是要从下游需求带动上游来推动供给，但大豆内外价差巨大的现实依旧横亘在农民与种植选择之间，乏人问津的需求难以推动价格上行。1609 合约二季度 3600 一线上破较难，仍建议逢高做空为主。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
电话: 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net